

Verve Group SE*5a,5b,7,11

Rating: KAUFEN
Kursziel: 6,60 €
(bisher: 6,00 €)

Aktueller Kurs: 3,29
05.09.2024 / Xetra
(17:35 Uhr)

Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: SE0018538068
WKN: A3D3A1
Börsenkürzel: VER / M8G
Aktienanzahl³: 186,36
Marketcap³: 613,12
Enterprise Value³: 916,67
³ in Mio. / in Mio. EUR

Streubesitz: 54,6%

Transparenzlevel:
Nasdaq First North Premier

Marktsegment:
Freiverkehr
(Open Market)

Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Designated Sponsor:
Kepler Cheuvreux
mwb fairtrade
Wertpapierhandelsbank AG

Analysten:

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 9

Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 06.09.2024 (8:25 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 09.09.2024 (9:00 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2025

Unternehmensprofil

Branche: Ad-Tech und Mobile-/Online Games

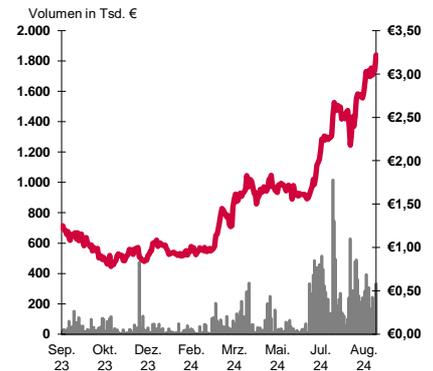
Fokus: Software Application

Mitarbeiter: >750

Gründung: 2011

Firmensitz: Stockholm (Schweden)

Vorstände: Remco Westermann (CEO), Paul Echt (CFO), Jens Knauber (COO), Alex Stil (COO), Sameer Sondhi (CRO)



Die Verve Group SE (Verve) betreibt eine schnell wachsende, profitable Werbesoftware-Plattform, die die weltweite Nachfrage von Werbetreibenden mit dem Werbeangebot von Publishern zusammenführt und mit Hilfe von First-Party-Daten aus eigenen Online-Spielen und dem eigenen software development kit (SDK), das in über 20.000 Apps integriert ist, die Werbeergebnisse verbessert. Verve ist hauptsächlich in Nordamerika und Europa tätig. Durch Investitionen in organisches Wachstum und Innovation sowie gezielte Übernahmen hat Verve einen One-Stop-Shop für programmatische Werbung aufgebaut, der es Unternehmen ermöglicht, Werbeflächen über alle schnell wachsenden emerging media channels (mobile Apps, Web, Connected TV und Digital Out of Home) zu kaufen und zu verkaufen, mit dem Ziel, Werbung besser zu machen. Verve ist als Societas Europaea in Schweden registriert (Registernummer 517100-0143) und ihre Aktien sind am Nasdaq First North Premier Growth Market in Stockholm und im Scale-Segment der Frankfurter Wertpapierbörse notiert. Das Unternehmen hat zwei besicherte Anleihen, die an der Nasdaq Stockholm und am Open Market der Frankfurter Börse notiert sind.

GuV in Mio. EUR \ G.J.-Ende	31.12.2023	31.12.2024e	31.12.2025e	31.12.2026e
Umsatzerlöse	321,98	401,24	502,11	596,79
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	95,20	125,89	162,94	197,88
EBITDA	128,46 ^{*1}	119,29	156,84	191,58
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	46,73 ^{*1}	21,52	43,88	67,97

*1 positiv beeinflusst durch einen Neubewertungssondereffekt i.H.V. 62,76 Mio. €

Kennzahlen in EUR				
Gewinn je Aktie (EPS)	0,29	0,12	0,24	0,37
Dividende je Aktie	0,00	0,00	0,00	0,00

Kennzahlen				
EV/Umsatz	2,85	2,28	1,83	1,54
EV/Adj. EBITDA	9,63	7,28	5,63	4,63
EV/EBITDA	7,14	7,68	5,84	4,78
KGV (nach Minderheiten)	13,12	28,49	13,97	9,02
KBV	1,74			

Finanztermine
28.11.2024: Quartalsbericht Q3 2024

**letzter Research von GBC:
Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating
24.06.2024: RS / 6,00 / KAUFEN
04.03.2024: RS / 4,50 / KAUFEN
07.12.2023: RS / 4,05 / KAUFEN
11.09.2023: RS / 4,05 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen, bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

1. HJ 2024: Dynamische Umsatzentwicklung durch starkes organisches Wachstum; Überproportionale Ergebniszuwächse aufgrund von einsetzenden Skalen- und Spareffekten; GBC-Schätzungen und Kursziel nach Guidance-Anhebung ebenfalls erhöht

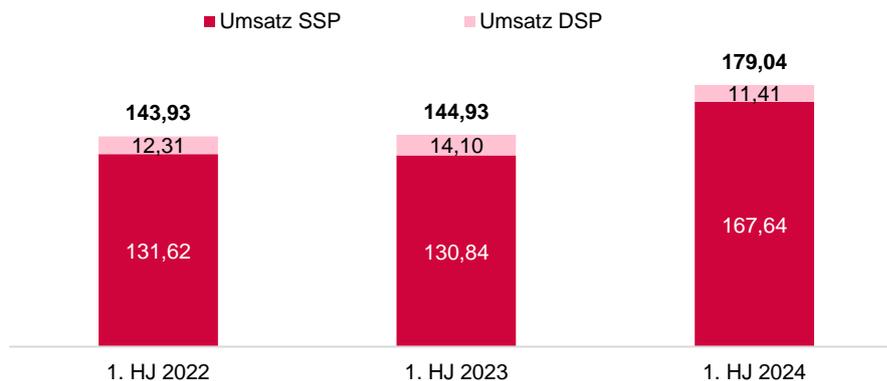
Geschäftsentwicklung im 1. HJ 2024

GuV (in Mio. €)	1. HJ 2022	1. HJ 2023	1. HJ 2024
Umsatzerlöse	143,93	144,93	179,04
EBITDA (EBITDA-Marge)	36,91 (25,6%)	37,41 (25,8%)	48,27 (27,0%)
Bereinigtes EBITDA (Bereinigtes EBITDA-Marge)	38,60 (26,8%)	40,40 (27,9%)	51,10 (28,5%)
Periodenergebnis (nach Minderheiten)	5,59	2,57	6,86

Quelle: Verve Group SE; GBC AG

Die Verve Group SE (Verve) hat am 30.08.2024 ihre Q2- und Halbjahreszahlen für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 veröffentlicht. Hiernach hat der Ad-Tech-Plattform-Konzern in den ersten sechs Monaten im Rahmen einer sich weiter erholenden Werbebranche seine Wachstumsstrategie mit einem hohen Wachstumstempo unbeirrt fortgesetzt und konnte dabei deutlich stärker zulegen als die Gesamtbranche. So sind die digitalen Konzernumsatzerlöse im Vergleich zum Vorjahreszeitraum dynamisch um 23,5% auf 179,04 Mio. € (1. HJ 2023: 144,93 Mio. €) angestiegen.

Entwicklung der Konzern- und Segmenterlöse im Halbjahresvergleich (in Mio. €)

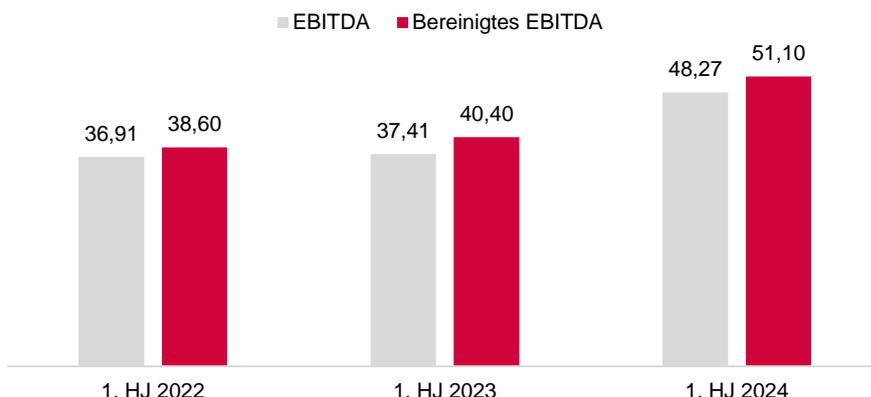


Quelle: Verve Group SE; GBC AG

Zur positiven Konzernumsatzentwicklung hat primär mit einem deutlichen Segmentumsatzanstieg um 28,1% auf 167,64 Mio. € (1. HJ 2023: 130,84 Mio. €) das volumenstarke Supply Side Plattform-Geschäftsfeld geführt. Hingegen sind die Erlöse im wesentlichen kleineren DSP-Geschäftsfeld, welches durch die diesjährige Jun-Akquisition (Übernahme im Juni 2024) deutlich gestärkt und ausgeweitet wurde, auf 11,41 Mio. € (1. HJ 2023: 14,10 Mio. €) zurückgegangen.

Parallel zur dynamischen Umsatzentwicklung hat sich das EBITDA im Vergleich zum Vorjahreszeitraum bedingt durch eingesetzte Skalen- und Kostenoptimierungseffekte (resultierend aus eingeleitetem Sparprogramm in 2023) überproportional um 29,0% auf 48,27 Mio. € (1. HJ 2023: 37,41 Mio. €) erhöht. Korrigiert um einmalige Kosten- und Sondereffekte (z.B. M&A- oder Beratungskosten) ergab sich für das erste Halbjahr 2024 ein bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) in Höhe von 51,10 Mio. € (1. HJ 2023: 40,40 Mio. €), welches im Vergleich zum Vorjahreszeitraum um 26,5% angewachsen ist. Parallel hierzu wurde die bereinigte EBITDA-Marge auf 28,5% (1. HJ 2023: 27,9%) leicht gesteigert.

Entwicklung des EBITDA bzw. bereinigten EBITDA auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: Verve Group SE; GBC AG

Auch auf Nettoebene (Konzernergebnis nach Minderheiten) setzten sich mit einem erzielten Ergebnissprung auf 6,86 Mio. € (1. HJ 2023: 2,57 Mio. €) die Ergebniszuwächse fort.

Geschäftsentwicklung im Q2 2024

GuV (in Mio. €)	Q2 2022	Q2 2023	Q2 2024
Umsatzerlöse	78,06	76,18	96,57
EBITDA (EBITDA-Marge)	20,04 (25,7%)	19,99 (26,2%)	28,08 (29,1%)
Bereinigtes EBITDA (Bereinigte EBITDA-Marge)	21,10 (27,0%)	21,30 (28,0%)	29,10 (30,1%)
Periodenergebnis (nach Minderheiten)	3,05	1,74	6,26

Quelle: Verve Group SE; GBC AG

Bedingt durch die über die vergangenen Quartale beschleunigte (interne) Wachstumsdynamik wurde insbesondere im zweiten Quartal ein hohes Wachstumstempo verzeichnet. So sind im abgelaufenen Q2 die Konzernerlöse im Vergleich zum Vorjahresquartal deutlich um 26,8% auf 96,57 Mio. € (Q2 2023: 76,18 Mio. €) angewachsen. Bereinigt um Währungseffekte wurde ein organisches Wachstum in Höhe von 26,0% erzielt.

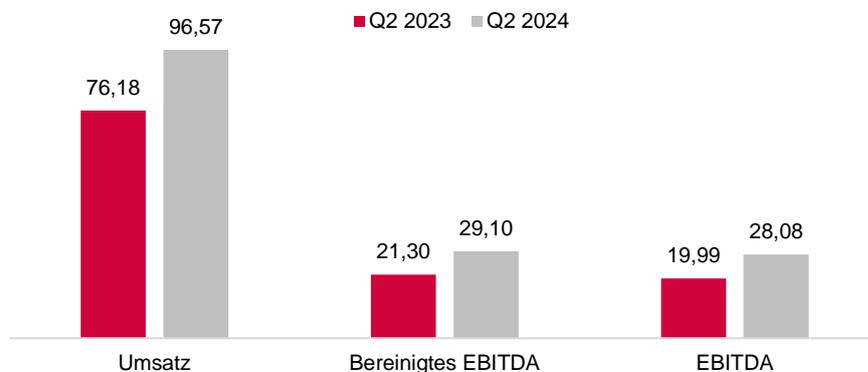
Als Hauptwachstumstreiber erwies sich hierbei die starke Kundennachfrage nach Privacy-First-Targeting-Lösungen von neuen Kunden und die Ausweitung der (digitalen) Werbebudgets (Net-Dollar-Expansion-Rate Q2 2023: 82% vs. Q2 2024: 109%) mit bestehenden Kunden. Das erzielte Wachstum spiegelte sich auch in einem Zuwachs der größeren Softwarekunden (Jahresumsatz größer als 100.000 USD) um 33,0% auf 851 (Q2 2023: 642) wider, wobei auch die Gesamtkundenanzahl zum Ende des zweiten Quartals deutlich auf 2.518 Softwarekunden (Q2 2023: 1.976) zulegen konnte. Parallel hierzu sind die ausgelieferten Werbeanzeigen für die digitalen Kunden deutlich um 23,8% auf 224 Mrd. angestiegen (Q2 2023: 181,0 Mrd.).

Laut Unternehmensangaben ist es damit der Ad-Tech-Gesellschaft auch im vergangenen Quartal gelungen, insbesondere durch innovative KI-basierte Kundenlösungen wie ATOM 3.0, Moments.AI und ML-getriebene Optimierungen (für SKAN) seine Marktanteile weiter zu erhöhen und damit seine bisherige Marktposition auszubauen.

In Bezug auf die operative Ergebnisentwicklung hat Verve aufgrund des verzeichneten starken organischen Quartalswachstums und einer reduzierten strukturellen Fixkostenbasis einen deutlich überproportionalen EBITDA-Anstieg um 40,5% auf 28,08 Mio. € (Q2 2023: 19,99 Mio. €) erzielt. Das um Einmal- und Sondereffekte (z.B. M&A- und Beratungskosten) bereinigte Konzern-EBITDA legte um 36,6% auf 29,10 Mio. € (Q2 2023: 21,30

Mio. €) zu. Im gleichen Zuge stieg die bereinigte EBITDA-Marge deutlich auf 30,1% (Q2 2023: 28,0%) an.

Quartalsperformance des Verve-Konzerns (in Mio. €)



Quelle: Verve Group SE; GBC AG

Angesichts der hohen Ertragskraft und des starken operativen Cashflows konnte der Verve-Konzern zum Ende des zweiten Quartals seinen Verschuldungsgrad (Net Debt/ Adj. EBITDA) auf 2,8x (Ende GJ 2023: 3,1x) verbessern und strebt bis zum Ende des Geschäftsjahres 2024 eine weitere Verbesserung auf 2,4x an. Mittelfristig und langfristig stellt die Technologiegesellschaft sogar einen nochmals reduzierten Verschuldungsgrad auf 1,5x bis 2,5x in Aussicht.

Prognosen und Bewertung

GuV in Mio. €	GJ 2023	GJ 2024e (Neu)	GJ 2024e (Alt)	GJ 2025e (Neu)	GJ 2025e (Alt)	GJ 2026
Umsatzerlöse	321,98	401,24	380,12	502,11	475,91	596,79
Bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA)	95,20	125,89	115,52	162,94	154,87	197,88
EBITDA	128,46* ¹	119,29	108,92	156,84	148,77	191,58
Nettoergebnis (nach Minderheiten)	46,73* ¹	21,52	14,26	43,88	38,23	67,97

Quelle: Verve Group SE; Schätzungen GBC AG *¹ positiv beeinflusst durch einen Neubewertungs-sondereffekt i.H.V. 62,76 Mio. €

Mit Veröffentlichung ihrer Quartals- und Halbjahreszahlen, hat der Verve-Konzern ebenfalls seine zuvor angehobene Unternehmensguidance erneut nach oben angepasst. Angesichts der positiven Halbjahresperformance und der Sichtbarkeit im August bezüglich des weiteren Geschäftsjahresverlaufs, erwartet die Technologiegesellschaft nun Konzernumsatzerlöse in einer Bandbreite von 400,0 Mio. € bis 420,0 Mio. € (zuvor: 380,0 Mio. € bis 400,0 Mio. €) und ein bereinigtes EBITDA (Adj. EBITDA) in Höhe von 125,0 Mio. € bis 135,0 Mio. € (zuvor: 115,0 Mio. € bis 125,0 Mio. €).

Hierbei ist anzumerken, dass die angepasste Unternehmensguidance keine möglichen (zusätzlichen) Werbeeinnahmen aus dem bevorstehenden US-Wahlkampf enthält, der insbesondere zwischen dem Ende des dritten Quartals und dem vierten Quartal 2024 erwartet wird und damit signifikantes Upsidepotenzial bei den Umsatzerlösen eröffnet. Zumal an dieser Stelle zu betonen ist, dass die US-Präsidentenskandidatin Kamala Harris im Rahmen ihres Wahlkampfes Rekordausgaben für digitale Wahlwerbung anstrebt (laut Medienberichten ca. 200 Mio. USD für digitale Werbung bzw. digitale Werbekanäle) und damit die stärkste digitale Werbekampagne der US-Geschichte plant.

Parallel hierzu hat die Technologiegesellschaft aufgrund der signifikanten Zunahme der Konzerngröße und -profitabilität nach der Jun-Akquisition ebenso seine bisherigen mittelfristigen Finanzziele in Form einer durchschnittlichen jährlichen (bereinigten) EBITDA-

Marge von 30,0% bis 35,0% (zuvor: 25,0% bis 30,0%) nach oben angepasst. Auf EBIT-Margen- und Net-Leverage-Ebene wird eine Verbesserung auf 20,0% bis 25,0% (zuvor: 15,0% bis 20,0%) bzw. ein reduzierter Verschuldungsgrad (Net debt/Adj. EBITDA) von 1,50x bis 2,50x (zuvor: 2,0x bis 3,0x) in Aussicht gestellt. In Bezug auch die mittelfristigen Wachstumsambitionen rechnet Verve unverändert mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von 25,0% bis 30,0% (CAGR).

Angesichts der überzeugenden Halbjahresperformance und der angehobenen Unternehmensguidance und des erhöhten mittelfristigen Finanzausblicks, haben wir unsere bisherigen Umsatz- und Ergebnisprognosen für das aktuelle Geschäftsjahr 2024 und auch für das Folgejahre nach oben angepasst. Für das laufende Geschäftsjahr erwarten wir nun einen Konzernumsatz in Höhe von 401,24 Mio. € (zuvor: 380,12 Mio. €) und ein EBITDA von 119,29 Mio. € (zuvor: 108,92 Mio. €). Für das darauffolgende Geschäftsjahr 2025 rechnen wir unter konservativen Prämissen mit einem Umsatz von 502,11 Mio. € (zuvor: 475,91 Mio. €) und einem EBITDA von 156,84 Mio. € (zuvor: 148,77 Mio. €).

Insgesamt gehen wir damit weiterhin davon aus, dass es dem Verve-Konzern gelingt, durch seine starke Marktpositionierung im digitalen Werbemarkt und innovativen Technologien (Privacy-first-Kundenlösungen etc.) den eingeschlagenen Wachstumskurs dynamisch fortzusetzen. Die kürzlich erworbene Jun-Gesellschaft (bilanzielle Wirksamkeit ab 01. August 2024) sollte durch die erwarteten Synergieeffekte im Rahmen der Konzernintegration und starken Positionierung auf der Demand-Side zu einem nochmals stärkeren Wachstumstempo und einer verbesserten Konzernprofitabilität führen.

Vor dem Hintergrund unserer erhöhten Umsatz- und Ergebnisprognosen haben wir unser bisheriges Kursziel auf 6,60 € (zuvor: 6,00 €) je Aktie erhöht. Kurszielerhöhend wirkte sich zudem der einsetzende Roll-Over-Effekt (Kursziel bezogen auf das darauffolgende Geschäftsjahr 2025, statt bisher 2024) aus. In Anbetracht des aktuellen Kursniveaus vergeben wir damit das Rating „Kaufen“ und sehen weiterhin ein signifikantes Kurspotenzial in der Verve-Aktie.

DCF-Bewertung

Modell-Annahmen

Wir haben die Verve Group SE anhand eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2024 bis 2026 in Phase 1, erfolgt von 2027 bis 2031 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 5,0% (zuvor: 5,0%). Als EBITDA-Zielmarge haben wir 32,1% (zuvor: 32,1%) angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 30,0% in Phase 2 einbezogen. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 2,5% (zuvor: 2,5%).

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der Verve Group SE werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen werden die Durchschnittsrenditen der vorangegangenen drei Monate verwendet. Der derzeit verwendete Wert für den risikofreien Zinssatz beträgt 2,5% (zuvor: 2,5%).

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,5% an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert, als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,36 (zuvor: 1,36).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,96% (zuvor: 9,96%) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikoloser Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 80,0% (zuvor: 80,0%) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 8,95% (zuvor: 8,95%).

Bewertungsergebnis

Der von uns ermittelte faire Wert je Aktie zum Ende des Geschäftsjahres 2025 entspricht als Kursziel 6,60 € je Aktie (zuvor: 6,00 € je Aktie). Unsere Kurszielerhöhung basiert hauptsächlich auf unseren angehobenen Umsatz- und Ergebnisprognosen. Daneben hat sich der eingesetzte sog. „Roll-Over-Effekt“ (Kursziel bezogen auf das nachfolgende Geschäftsjahr 2025 statt zuvor 2024) kurszielerhöhend ausgewirkt.

BEWERTUNG

Verve Group SE - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	5,0%	ewiges Umsatzwachstum	2,5%
EBITDA-Marge	32,1%	ewige EBITA - Marge	23,9%
AFA zu operativen Anlagevermögen	26,5%	effektive Steuerquote im Endwert	30,0%
Working Capital zu Umsatz	5,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	GJ 30e	GJ 31e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	401,24	502,11	596,79	626,63	657,96	690,86	725,40	761,67	
US Veränderung	24,6%	25,1%	18,9%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	2,5%
US zu operativen Anlagevermögen	1,88	2,57	3,38	3,93	4,48	5,01	5,50	5,96	
EBITDA	119,29	156,84	191,58	201,16	211,22	221,78	232,87	244,51	
EBITDA-Marge	29,7%	31,2%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	32,1%	
EBITA	85,72	113,63	144,86	154,44	169,08	182,94	196,39	209,65	
EBITA-Marge	21,4%	22,6%	24,3%	24,6%	25,7%	26,5%	27,1%	27,5%	23,9%
Steuern auf EBITA	-25,72	-34,09	-43,46	-46,33	-50,72	-54,88	-58,92	-62,90	
zu EBITA	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%	30,0%
EBI (NOPLAT)	60,00	79,54	101,40	108,11	118,35	128,06	137,47	146,76	
Kapitalrendite	28,0%	35,8%	48,5%	55,6%	62,1%	71,3%	79,7%	87,3%	78,8%
Working Capital (WC)	9,15	13,99	17,88	31,33	32,90	34,54	36,27	38,08	
WC zu Umsatz	2,3%	2,8%	3,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	
Investitionen in WC	-17,71	-4,84	-3,89	-13,45	-1,57	-1,64	-1,73	-1,81	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	212,87	195,16	176,64	159,32	146,83	137,91	131,79	127,78	
AFA auf OAV	-33,57	-43,21	-46,72	-46,72	-42,14	-38,84	-36,48	-34,86	
AFA zu OAV	15,8%	22,1%	26,4%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	26,5%	
Investitionen in OAV	-23,90	-25,50	-28,20	-29,40	-29,65	-29,92	-30,35	-30,85	
Investiertes Kapital	222,02	209,15	194,52	190,65	179,73	172,46	168,06	165,86	
EBITDA	119,29	156,84	191,58	201,16	211,22	221,78	232,87	244,51	
Steuern auf EBITA	-25,72	-34,09	-43,46	-46,33	-50,72	-54,88	-58,92	-62,90	
Investitionen gesamt	-196,61	-96,34	-57,09	-42,85	-31,22	-31,56	-32,08	-32,66	
Investitionen in OAV	-23,90	-25,50	-28,20	-29,40	-29,65	-29,92	-30,35	-30,85	
Investitionen in WC	-17,71	-4,84	-3,89	-13,45	-1,57	-1,64	-1,73	-1,81	
Investitionen in Goodwill	-155,00	-66,00	-25,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	-103,04	26,41	91,03	111,98	129,28	135,33	141,87	148,95	1962,80

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	1611,53	1729,28
Barwert expliziter FCFs	534,08	555,45
Barwert des Continuing Value	1077,44	1173,83
Nettoschulden (Net debt)	474,43	499,11
Wert des Eigenkapitals	1137,09	1230,17
Fremde Gewinnanteile	-0,20	-0,22
Wert des Aktienkapitals	1136,89	1229,96
Ausstehende Aktien in Mio.	186,36	186,36
Fairer Wert der Aktie in EUR	6,10	6,60

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	2,5%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,36
Eigenkapitalkosten	10,0%
Zielgewichtung	80,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	20,0%
Taxshield	25,0%
WACC	8,9%

Kapitalrendite	WACC				
	8,3%	8,6%	8,9%	9,2%	9,5%
78,3%	7,43	6,97	6,56	6,18	5,84
78,5%	7,46	7,00	6,58	6,20	5,86
78,8%	7,48	7,02	6,60	6,22	5,88
79,0%	7,50	7,04	6,62	6,24	5,89
79,3%	7,53	7,06	6,64	6,26	5,91

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/ Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<https://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<https://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (5a,5b,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Heinzlbecker, Email: Heinzlbecker@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), stellvertr. Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG
Halderstraße 27
D 86150 Augsburg
Tel.: 0821/24 11 33-0
Fax.: 0821/24 11 33-30
Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de



GBC AG®
- RESEARCH & INVESTMENT ANALYSEN -

GBC AG
Halderstraße 27
86150 Augsburg
Internet: <http://www.gbc-ag.de>
Fax: ++49 (0)821/241133-30
Tel.: ++49 (0)821/241133-0
Email: office@gbc-ag.de